

下半年我国 PPI 会向 CPI 传导吗？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

从历史经验来看，PPI 与 CPI 的关系大体可以分为三类：一是 PPI 与 CPI 同涨同跌；二是 PPI 领先并向 CPI 传导；三是 PPI 与 CPI 相关性弱。PPI 向 CPI 传导的条件是 PPI 涨幅足够大，比如 1993-1994 年。尽管疫情以来 PPI 涨幅高于 CPI，但 2011 年 5 月以来 PPI 仅上涨 8.3%，明显低于 CPI 涨幅 25.1%，不足以推动 CPI 显著上涨。我们认为下半年海外商品需求增长大概率放缓，因此本轮 PPI 顶点或已出现。考虑到本轮 PPI 涨幅不够大，预计未来 PPI 向 CPI 的传导效应较弱。

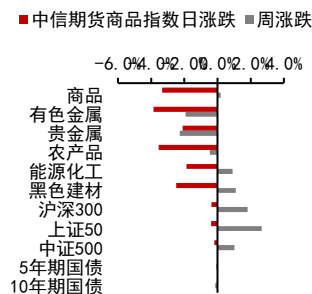
摘要：

近期美欧通胀再创新高。今年 1-5 月我国 PPI 同比涨幅也高达 8% 左右，但 CPI 同比仅 2% 左右。那么，下半年我国较高的 PPI 会向 CPI 传导吗？

第一，从历史经验来看，PPI 与 CPI 的关系大体可以分为三类：一是 PPI 与 CPI 同涨同跌；二是 PPI 领先并向 CPI 传导；三是 PPI 与 CPI 相关性弱。2012 年以来，PPI 与 CPI 的相关性较弱；但在 2012 年以前，两者的相关性较强。从逻辑上讲，如果 PPI 涨幅足够大，那么成本上涨压力势必会传导到下游的消费品领域。从 PPI 定基指数来看，2017-2018 年 PPI 同比上涨主要是修复此前的下跌，PPI 定基指数并未创新高，而 CPI 已经创新高。因此，2017-2018 年间 PPI 的涨幅可能并未达到必须向下游消费品传导的程度。仔细观察 2012 年以前的历史数据，1993-1994 年是 PPI 领先并向 CPI 传导的典型案列。1990-1992 年 CPI 与 PPI 涨幅差异不大；1993 年 PPI 大幅上涨 24.0%，CPI 同比涨幅扩大至 14.7%，但仍显著低于 PPI 涨幅；1994 年 PPI 同比涨幅回落至 19.5%，而 CPI 开始补涨，同比涨幅扩大至 24.1%。1993-1994 年的案列印证了我们前面的逻辑推演——如果 PPI 同比涨幅足够大，那么 PPI 上涨必须向下游消费品传导。

第二，疫情以来我国 PPI 累计上涨 12% 左右，但 2012 年以来 PPI 的累计涨幅仍低于 CPI，目前 PPI 的涨幅不足以向 CPI 普遍传导。往前看，我们预计本轮 PPI 的顶点或已出现，未来 PPI 向 CPI 的传导效应较弱。2022 年 5 月 PPI 相对于疫情前（2019 年 5 月）的累计涨幅为 11.7%，而 CPI 的累计涨幅为 5.9%，PPI 相对于 CPI 多涨 5.8 个百分点。这可能并不足以使得 PPI 向 CPI 传导。尽管疫情以来 PPI 涨幅高于 CPI，但 2011 年 5 月以来 PPI 仅上涨 8.3%，明显低于 CPI 涨幅 25.1%。这也意味着目前 PPI 的涨幅可能不足以向 CPI 普遍传导。6 月中旬以来大宗商品价格普遍下跌。美国为了遏制高通胀已经开始大幅加息，欧洲为了遏制通胀也将收紧货币。去年下半年全球终端商品需求已经见顶，而零售商、批发商的补库对商品需求构成一些支撑。补库是不可持续的。再考率到美欧大幅加息对经济的抑制，下半年海外商品需求增长大概率放缓，我们预计本轮 PPI 顶点或已出现。考虑到本轮 PPI 涨幅不够大，预计未来 PPI 向 CPI 的传导效应较弱。

风险提示：国内稳增长力度不及预期，海外地缘政治不确定性加大



宏观研究团队

研究员：
张革
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

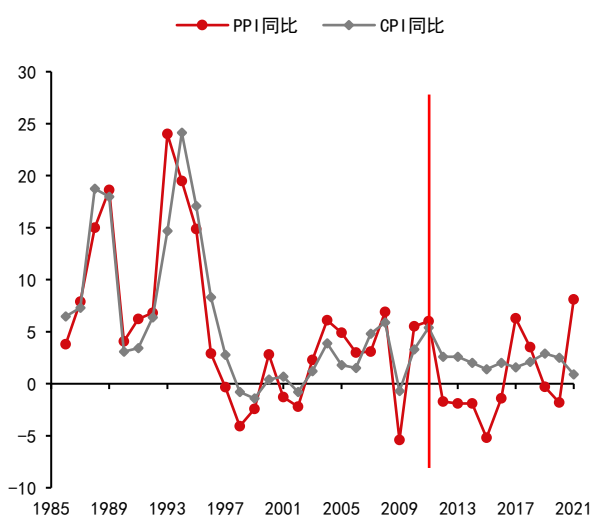
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、下半年我国 PPI 会向 CPI 传导吗？

近期美欧通胀再创新高，今年 1-5 月我国 PPI 同比涨幅也高达 8%左右，但 CPI 同比仅 2%左右。那么，下半年我国较高的 PPI 会向 CPI 传导吗？

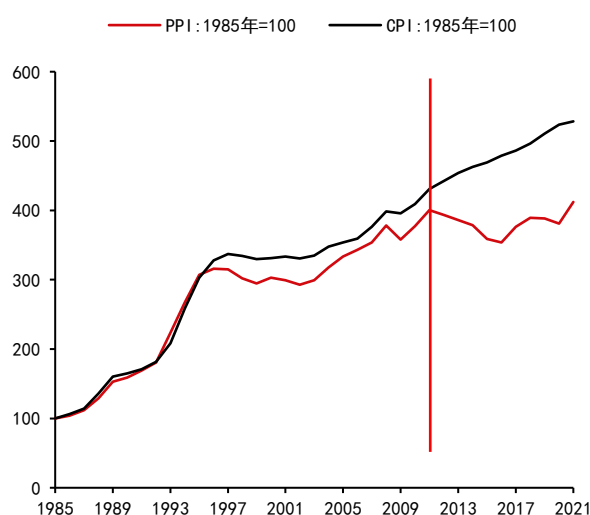
第一，从历史经验来看，PPI 与 CPI 的关系大体可以分为三类：一是 PPI 与 CPI 同涨同跌；二是 PPI 领先并向 CPI 传导；三是 PPI 与 CPI 相关性弱。观察 1985 年以来 PPI 与 CPI 同比的数据，2012 年以来，PPI 与 CPI 的相关性较弱，PPI 同比波动较大，而 CPI 同比波动较小；但在 2012 年以前，两者的相关性较强。从逻辑上来讲，PPI 可以通过成本传导到 CPI。这个逻辑在 2012 年以来的数据中并未明显体现出来。比如 2017 年 PPI 同比高达 6.3%，但 2017 与 2018 年的 CPI 同比均较低，其中 2018 年 CPI 同比有所上升主要因为食品价格由跌转涨，与 PPI 的传导效应关系不大。从逻辑上讲，如果 PPI 涨幅足够大，那么成本上涨压力势必会传导到下游的消费品领域。从 PPI 定基指数来看，2017-2018 年 PPI 同比上涨主要是修复此前的下跌，PPI 定基指数并未创新高，而 CPI 已经创新高。因此，2017-2018 年间 PPI 的涨幅可能并未达到必须向下游消费品传导的程度。仔细观察 2012 年以前的历史数据，1993-1994 年是 PPI 领先并向 CPI 传导的典型事例。1990-1992 年 CPI 与 PPI 涨幅差异不大；1993 年 PPI 大幅上涨 24.0%，CPI 同比涨幅扩大至 14.7%，但仍显著低于 PPI 涨幅；1994 年 PPI 同比涨幅回落至 19.5%，而 CPI 开始补涨，同比涨幅扩大至 24.1%。1993-1994 年的案例印证了我们前面的逻辑推演——如果 PPI 同比涨幅足够大，那么 PPI 上涨必须向下游消费品传导。

图表：我国 PPI 与 CPI 同比 (%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：我国 PPI 与 CPI 定基指数

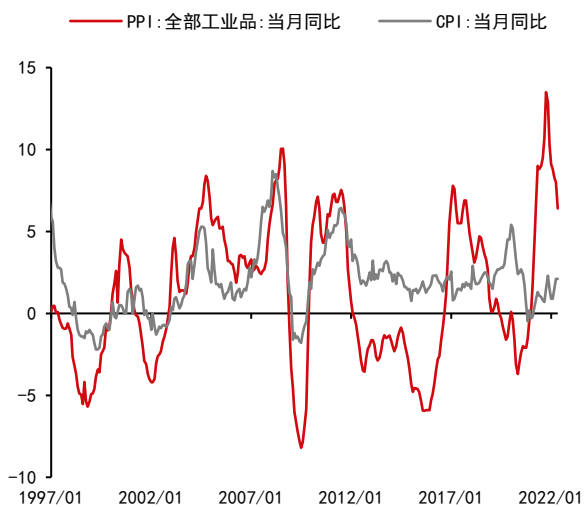


资料来源：Wind 中信期货研究所

第二，疫情以来我国 PPI 累计上涨 12%左右，但 2012 年以来 PPI 的累计涨幅仍低于 CPI，目前 PPI 的涨幅不足以向 CPI 普遍传导。往前看，我们预计本轮 PPI

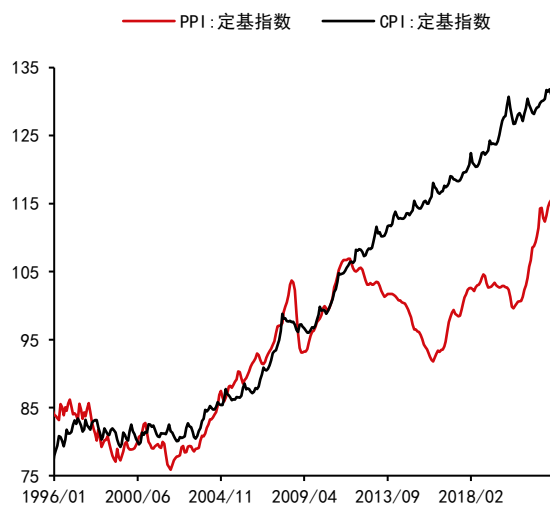
的顶点或已出现，未来 PPI 向 CPI 的传导效应较弱。根据前面的逻辑推演与历史经验分析，PPI 能否向 CPI 传导取决于 PPI 相对于 CPI 的涨幅是否足够大。截至 2022 年 5 月，PPI 相对于疫情前（2019 年 5 月）的累计涨幅为 11.7%，而 CPI 的累计涨幅为 5.9%，PPI 相对于 CPI 多涨 5.8 个百分点。这可能并不足以使得 PPI 向 CPI 传导。值得注意的是，尽管疫情以来 PPI 涨幅高于 CPI 涨幅，但 2011 年 5 月以来 PPI 仅上涨 8.3%，明显低于 CPI 涨幅 25.1%。2011 年以前（含）PPI 与 CPI 的涨幅较为一致，因此 2011 年是一个合适的基期。相对于 2011 年，目前 PPI 的涨幅仍显著低于 CPI，这也意味着目前 PPI 的涨幅可能不足以向 CPI 普遍传导。当然，如果未来 PPI 涨幅持续大幅扩大，不排除 PPI 向 CPI 传导。但我们认为这种可能性不大。6 月中旬以来大宗商品价格普遍下跌。美国为了遏制高通胀已经开始大幅加息，欧洲为了遏制通胀也将收紧货币。去年下半年全球终端商品需求已经见顶，只是零售商、批发商的补库对商品需求构成一些支撑。但是补库是不可持续的。再考率到美欧大幅加息对经济的抑制，下半年海外商品需求增长大概率放缓。因此，我们预计本轮 PPI 顶点或已出现。考虑到本轮 PPI 涨幅不够大，预计未来 PPI 向 CPI 的传导效应较弱。

图表：我国 PPI 与 CPI 当月同比（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：我国 PPI 与 CPI 月度定基指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、本周重要经济数据及事件

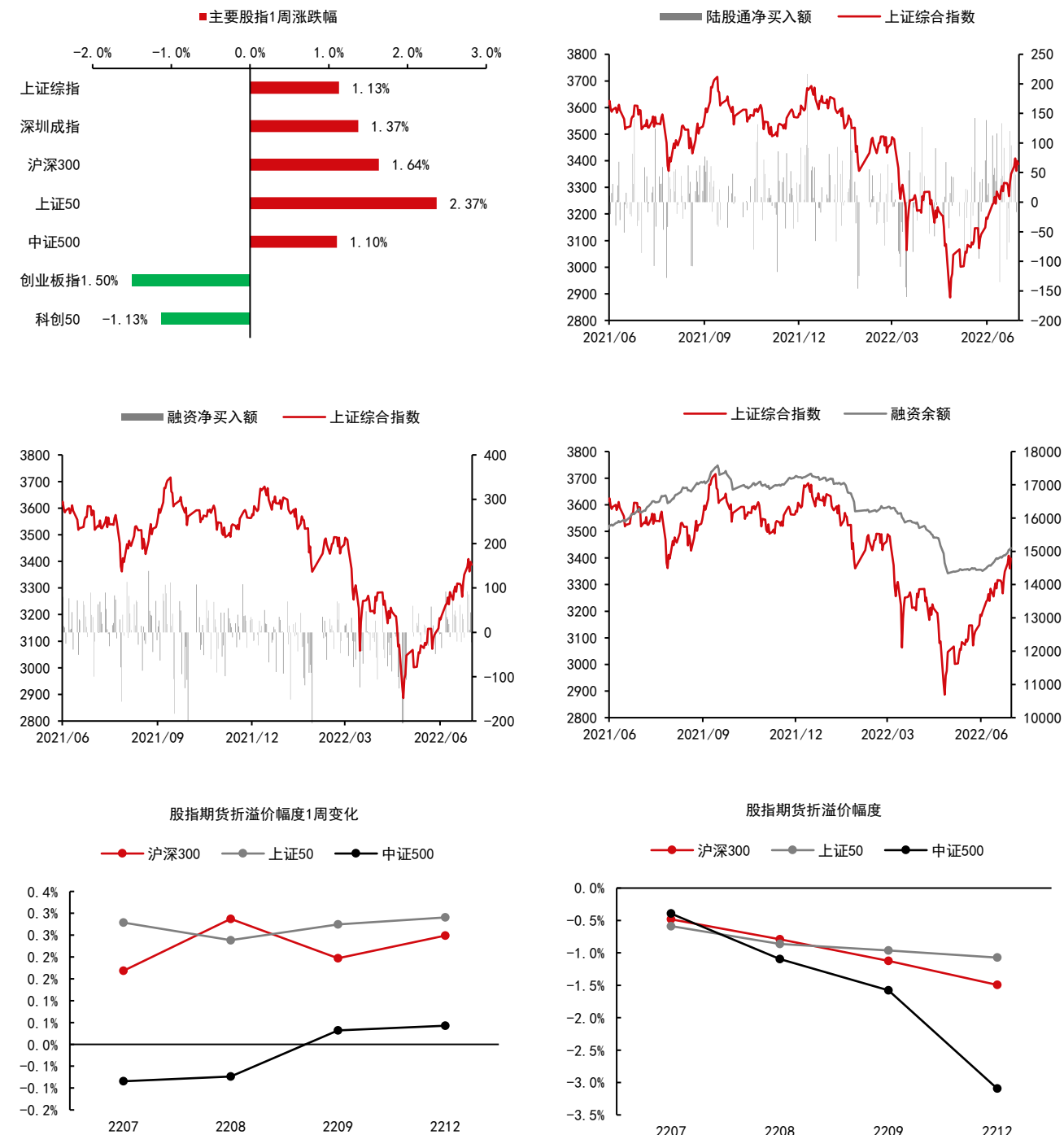
图表1：重要经济数据及事件

日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2022-07-04	17:00	欧盟	5月欧元区:PPI:环比	1.2	2.3	
2022-07-04	17:00	欧盟	5月欧元区:PPI:同比(%)	37.2	38.5	
2022-07-05	22:00	美国	5月耐用品:新增订单:季调:环比(%)	0.38		0.73
2022-07-05	22:00	美国	5月全部制造业:新增订单:季调:环比	0.33		
2022-07-06	17:00	欧盟	5月欧元区:零售销售指数:环比(%)	-1.3		
2022-07-06	17:00	欧盟	5月欧元区:零售销售指数:同比(%)	3.9		
2022-07-06	22:00	美国	5月职位空缺数:非农:总计:季调	11400	11050	
2022-07-06	22:00	美国	6月非制造业PMI	55.9	54.5	
2022-07-07	02:00	美国	7月美联储FOMC公布货币政策会议纪要			
2022-07-07	待定	中国	6月外汇储备(亿美元)	31277.8		
2022-07-07	20:30	美国	5月商品出口额(百万美元)	173096.5		177437.9
2022-07-07	20:30	美国	5月商品进口额(百万美元)	273079.3		285142.9
2022-07-07	20:30	美国	5月商品和服务贸易差额:季调(百万美元)	-87077		
2022-07-07	20:30	美国	7月02日当周初次申请失业金人数(万人)	23.1		
2022-07-07	20:30	美国	6月25日持续领取失业金人数(万人)	132.8		
2022-07-07	20:30	欧盟	7月欧洲央行公布6月货币政策会议纪要			
2022-07-08	20:30	美国	6月新增非农就业人数:季调(千人)	390	270	
2022-07-08	20:30	美国	6月失业率:季调(%)	3.6	3.6	
2022-07-08	20:30	美国	6月劳动力参与率:季调	62.3		
2022-07-08	22:00	美国	5月商业批发库存:季节调整	861809		
2022-07-08	22:00	美国	5月商业批发销售:季节调整	691605		
2022-07-09	09:30	中国	6月CPI:同比(%)	2.1	2.4	
2022-07-09	09:30	中国	6月PPI:同比(%)	6.4	6	

资料来源: Wind 中信期货研究所

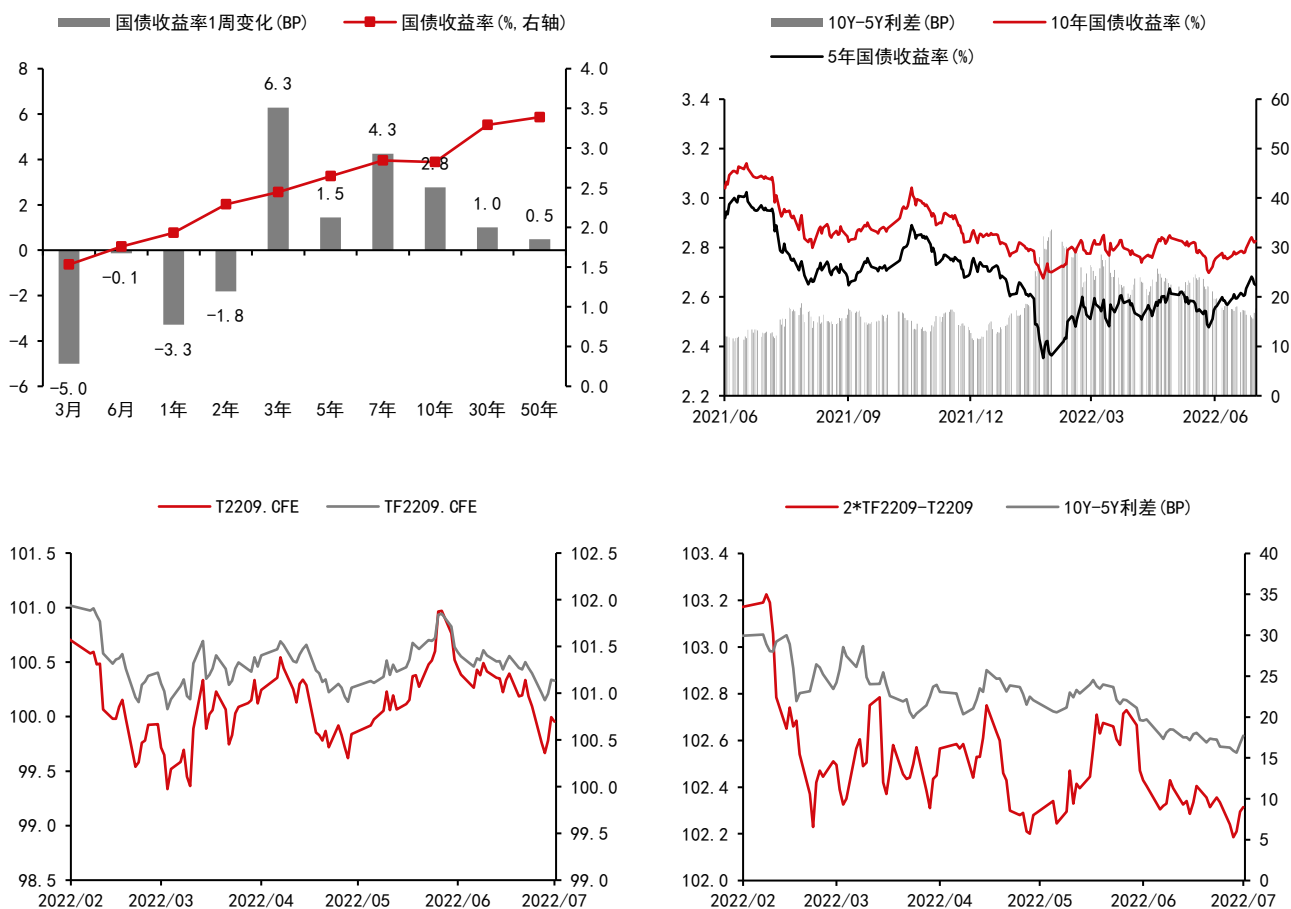
三、国内金融市场跟踪

图表2：国内股票市场



资料来源：Wind 中信期货研究所
折溢价：期货价格/现货价格-1

图表3：国内债券市场



资料来源：Wind 中信期货研究所

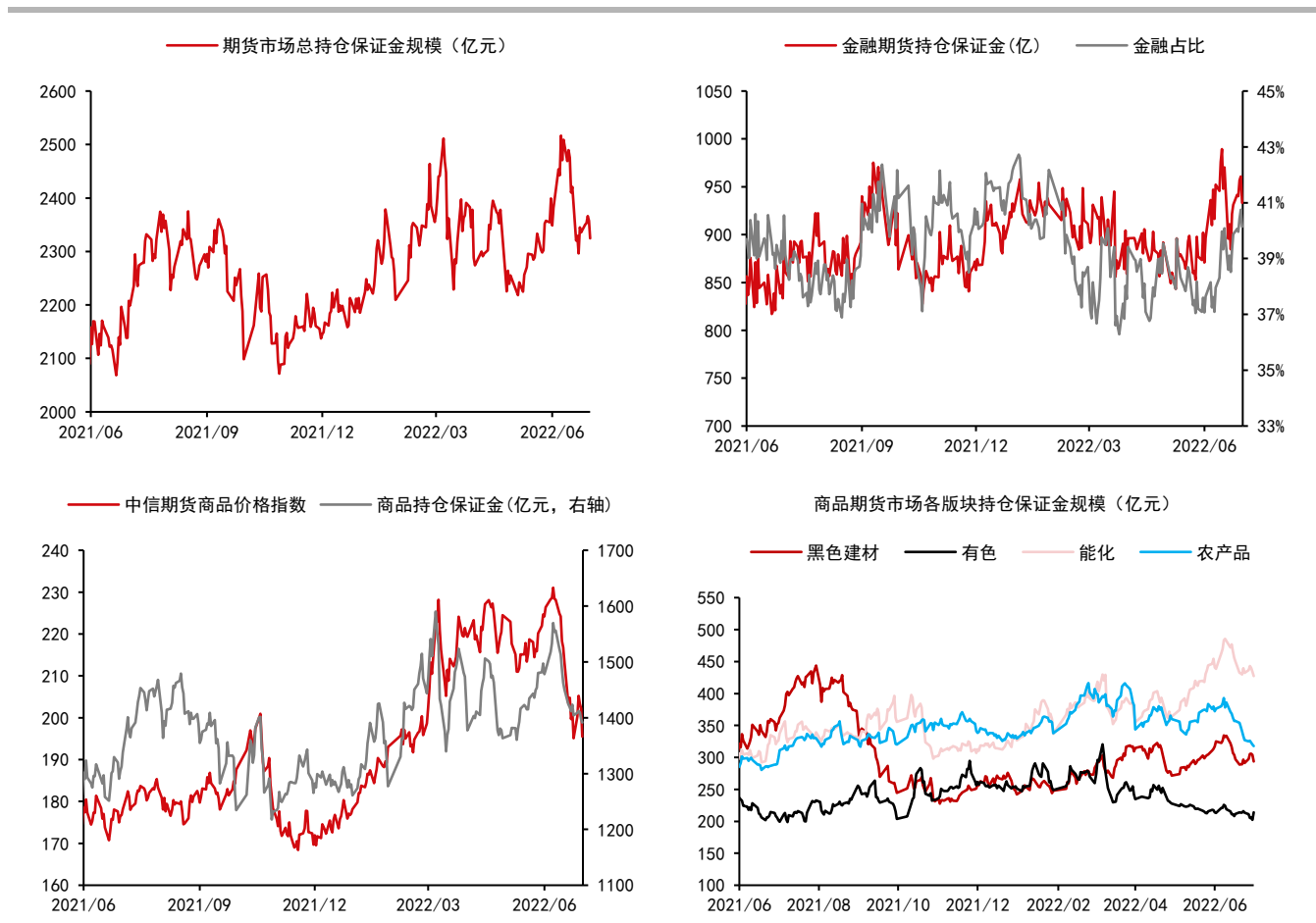
五、国内期货市场跟踪

图表4：国内期货市场板块价格指数及沉淀资金变化

板块	1日涨跌幅	5日涨跌幅	1日沉淀资金变化(亿)	5日沉淀资金变化(亿)	沉淀资金(亿)
合计			-32.78	-11.06	2324.81
金融			-27.53	1.90	933.13
商品			-5.26	-12.96	1391.69
贵金属	-2.10%	-2.27%	2.26	-2.00	138.90
黑色建材	-2.49%	-0.45%	-10.56	-9.00	293.46
有色金属	-3.86%	0.92%	12.03	-5.04	214.20
能源化工	-1.88%	1.10%	-6.67	2.27	427.29
农产品	-3.55%	-1.94%	-2.33	0.80	317.83

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：国内期货市场板块沉淀资金



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6: 国内商品期货品种表现 (按价格涨跌幅排序)

品种	5日涨跌幅	振幅	活跃度	20日涨跌幅
纸浆	4.47%	9.58%	1.37	-6.92%
苹果	3.31%	3.69%	0.68	2.25%
锰硅	2.50%	3.49%	0.56	-7.36%
原油	2.24%	9.79%	4.27	-3.29%
沥青	1.96%	7.24%	0.86	-4.68%
豆粕	1.95%	4.82%	0.67	-7.12%
LPG	1.72%	8.40%	1.71	-3.39%
螺纹钢	1.64%	6.15%	0.83	-10.88%
沪胶	1.51%	3.34%	1.43	-2.53%
低硫燃油	1.38%	8.83%	1.75	-2.60%
20号胶	1.37%	3.49%	1.00	-3.04%
连豆	1.36%	2.98%	0.72	-5.93%
热卷	1.35%	5.09%	0.58	-11.55%
沪铅	1.12%	3.62%	1.26	0.33%
棉纱	1.05%	7.28%	1.37	-9.11%
铁矿	0.99%	11.66%	0.78	-21.04%
纯碱	0.87%	8.96%	1.35	-12.59%
甲醇	0.59%	6.66%	0.93	-10.25%
粳米	0.34%	0.76%	0.41	-1.03%
PP	0.32%	3.45%	0.97	-6.17%
豆二	0.30%	5.53%	2.09	-13.05%
焦炭	0.21%	10.44%	1.32	-18.13%
塑料	0.15%	3.19%	1.01	-7.74%
沪铝	0.03%	4.53%	1.15	-8.53%
郑棉	-0.14%	9.34%	1.44	-15.66%
苯乙烯	-0.32%	4.33%	1.53	-7.03%
焦煤	-0.45%	13.08%	1.64	-19.16%
菜粕	-0.53%	3.71%	1.02	-11.84%
动煤	-0.74%	2.95%	0.03	-3.86%
郑糖	-0.75%	1.72%	0.44	-4.48%
菜油	-0.88%	7.73%	1.58	-18.41%
硅铁	-0.89%	5.53%	0.82	-12.17%
红枣	-0.99%	7.86%	0.55	-5.85%
沪金	-1.08%	1.96%	0.81	-2.41%
玻璃	-1.41%	5.75%	0.86	-8.74%
豆油	-1.51%	8.41%	1.45	-16.96%
PVC	-1.56%	4.34%	1.41	-15.76%
棕榈	-2.10%	11.47%	2.08	-26.28%
乙二醇	-2.22%	5.64%	1.02	-13.72%
燃油	-2.28%	8.37%	1.58	-8.90%
尿素	-2.45%	7.76%	0.55	-11.85%
TA	-2.49%	7.89%	0.94	-6.89%
玉米	-2.72%	4.25%	0.33	-5.72%
淀粉	-2.75%	4.31%	0.67	-5.18%
沪镍	-2.85%	12.08%	1.73	-23.18%
沪铜	-2.90%	5.61%	0.80	-14.47%
鸡蛋	-3.02%	3.81%	0.43	-4.71%
沪银	-3.80%	6.84%	0.99	-8.13%
不锈钢	-4.22%	5.20%	1.89	-11.79%
沪锌	-4.32%	8.64%	2.23	-13.23%
沪锡	-5.53%	15.17%	2.80	-28.37%

资料来源: Wind 中信期货研究所

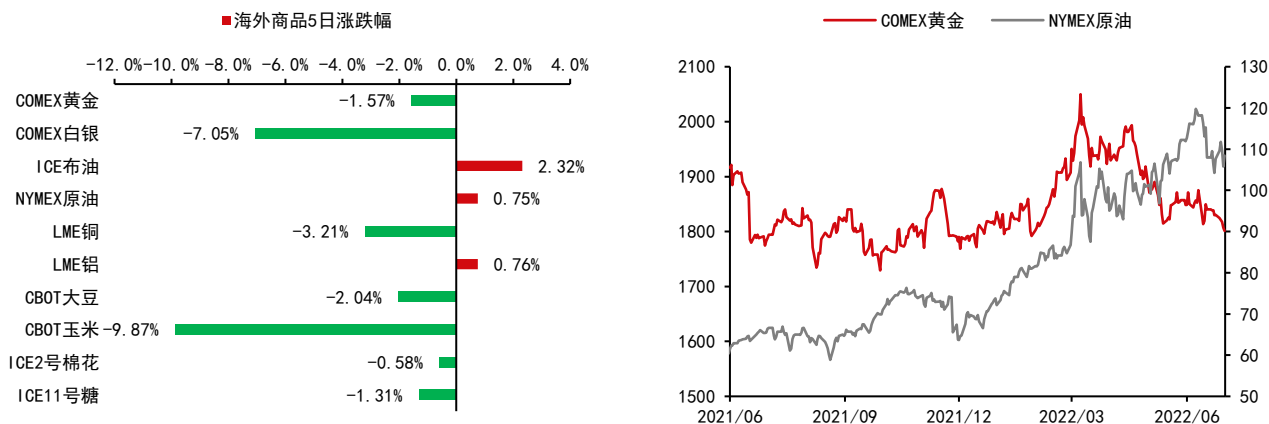
图表7：国内商品期货沉淀资金及其变化

品种	5日沉淀资金变化(亿)	品种	20日沉淀资金变化(亿)	品种	沉淀资金(亿)
螺纹	4.19	沪银	5.62	沪铜	112.63
沥青	3.39	郑糖	3.73	铁矿	100.73
纸浆	3.10	乙二醇	3.15	螺纹	94.27
郑糖	2.13	沪锡	2.69	沪金	69.88
沪锡	2.03	纸浆	2.68	沪银	69.02
低硫燃油	1.44	甲醇	1.95	豆粕	59.39
玻璃	1.18	PVC	1.74	豆油	50.20
20号胶	1.14	低硫燃油	1.52	TA	46.42
沪银	0.82	鸡蛋	1.12	原油	46.39
乙二醇	0.46	沪金	1.11	棕榈	44.94
热卷	0.36	20号胶	0.57	沪铝	38.65
焦煤	0.35	锰硅	0.52	沥青	38.47
苹果	0.26	苹果	0.43	甲醇	36.29
PVC	0.24	原油	0.28	热卷	35.04
苯乙烯	0.23	红枣	0.11	PP	33.89
硅铁	0.22	棉纱	0.02	郑棉	31.62
沪胶	0.22	沪铅	0.00	沪胶	31.39
尿素	0.20	动煤	-0.01	玉米	31.18
纯碱	0.13	粳米	-0.04	郑糖	31.14
郑棉	0.03	LPG	-0.05	PVC	29.85
鸡蛋	0.01	硅铁	-0.12	塑料	29.06
动煤	0.00	PP	-0.30	乙二醇	29.01
棉纱	-0.02	尿素	-0.60	纯碱	26.19
菜粕	-0.04	玻璃	-0.64	玻璃	25.61
红枣	-0.06	菜粕	-0.66	沪锌	22.65
粳米	-0.07	焦煤	-0.67	苹果	21.36
焦炭	-0.19	豆二	-0.73	燃油	18.39
豆二	-0.23	不锈钢	-0.81	纸浆	18.32
沪铅	-0.40	沪镍	-1.06	沪镍	17.78
淀粉	-0.41	焦炭	-1.45	沪锡	16.00
菜油	-0.75	燃油	-1.49	菜油	15.98
玉米	-0.84	沪铝	-1.51	LPG	12.86
豆油	-0.87	连豆	-1.51	苯乙烯	12.78
锰硅	-0.87	沪胶	-1.56	连豆	9.66
不锈钢	-1.04	螺纹	-1.81	焦炭	9.39
LPG	-1.07	TA	-2.24	硅铁	8.76
PP	-1.26	热卷	-2.36	锰硅	8.08
连豆	-1.28	塑料	-2.49	20号胶	7.40
塑料	-1.71	沪锌	-2.54	低硫燃油	7.12
沪铜	-1.73	郑棉	-2.69	菜粕	6.96
沪锌	-1.82	淀粉	-2.72	沪铅	6.49
铁矿	-1.92	纯碱	-2.92	焦煤	6.04
甲醇	-2.03	沪铜	-3.58	鸡蛋	5.89
沪镍	-2.05	苯乙烯	-5.25	不锈钢	5.55
燃油	-2.15	玉米	-5.47	淀粉	5.39
沪铝	-2.62	菜油	-6.23	尿素	3.45
沪金	-2.81	沥青	-6.33	红枣	2.10
豆粕	-3.15	豆粕	-1.58	豆二	1.15
TA	-3.68	豆油	-4.02	粳米	0.60
原油	-3.69	棕榈	-8.23	棉纱	0.25
棕榈	-3.71	铁矿	-24.12	动煤	0.01

资料来源：Wind 中信期货研究所

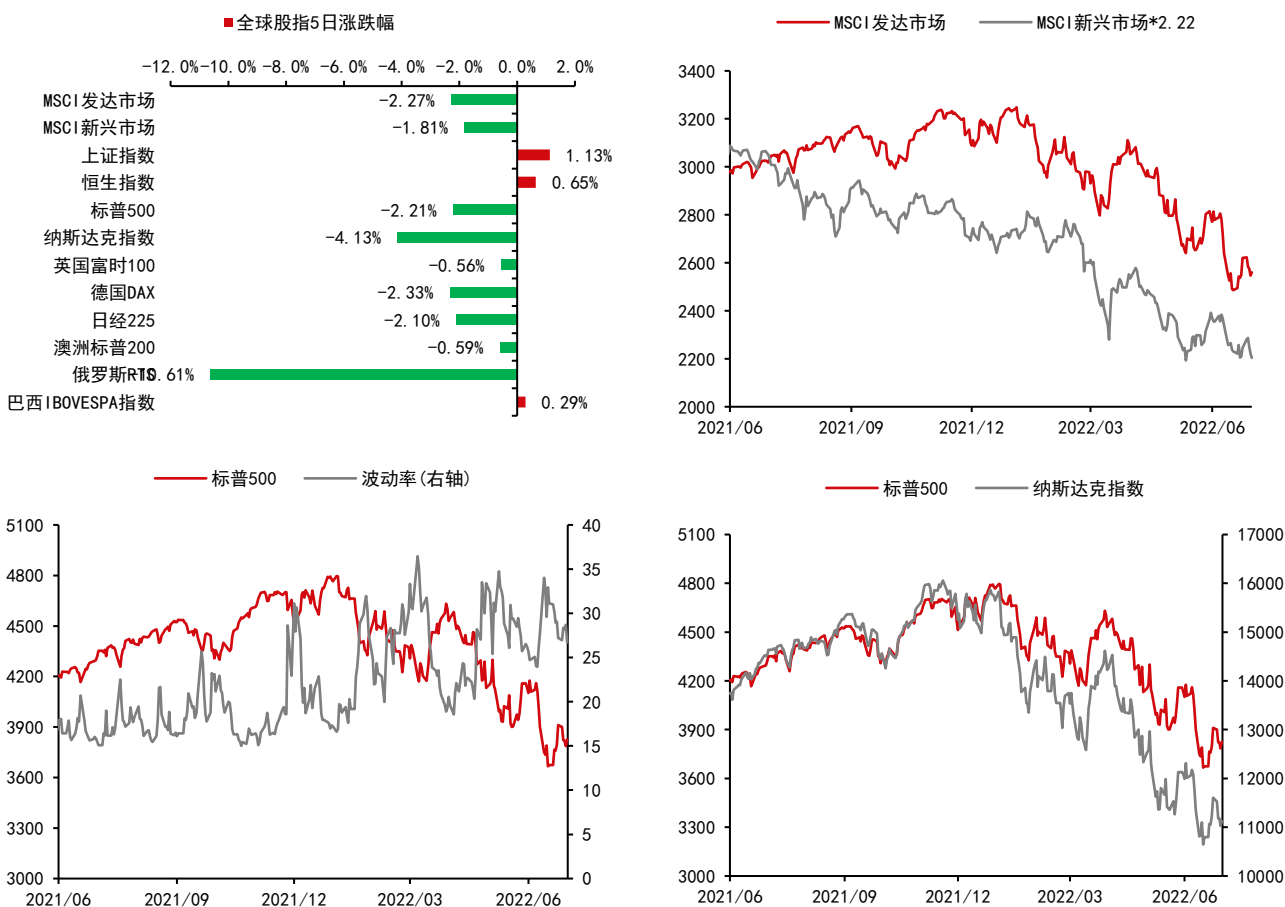
四、海外金融市场跟踪

图表8：海外商品



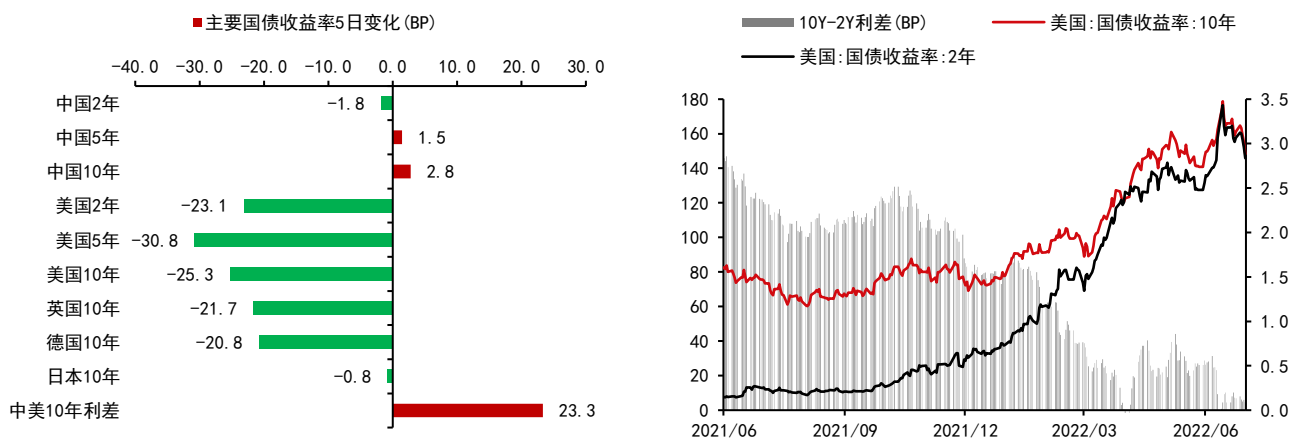
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表9：全球股票市场



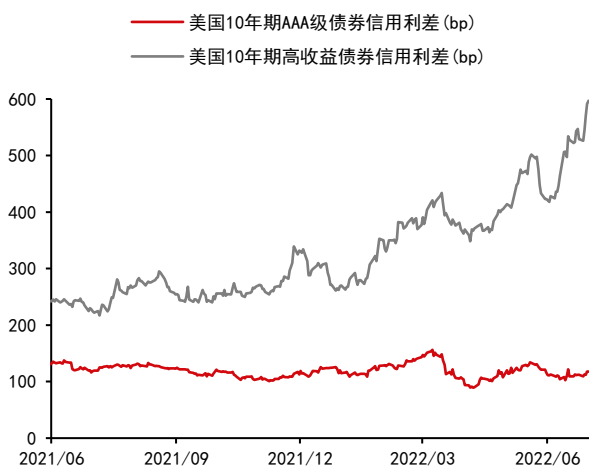
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表10：全球债券市场



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表11：美债信用利差



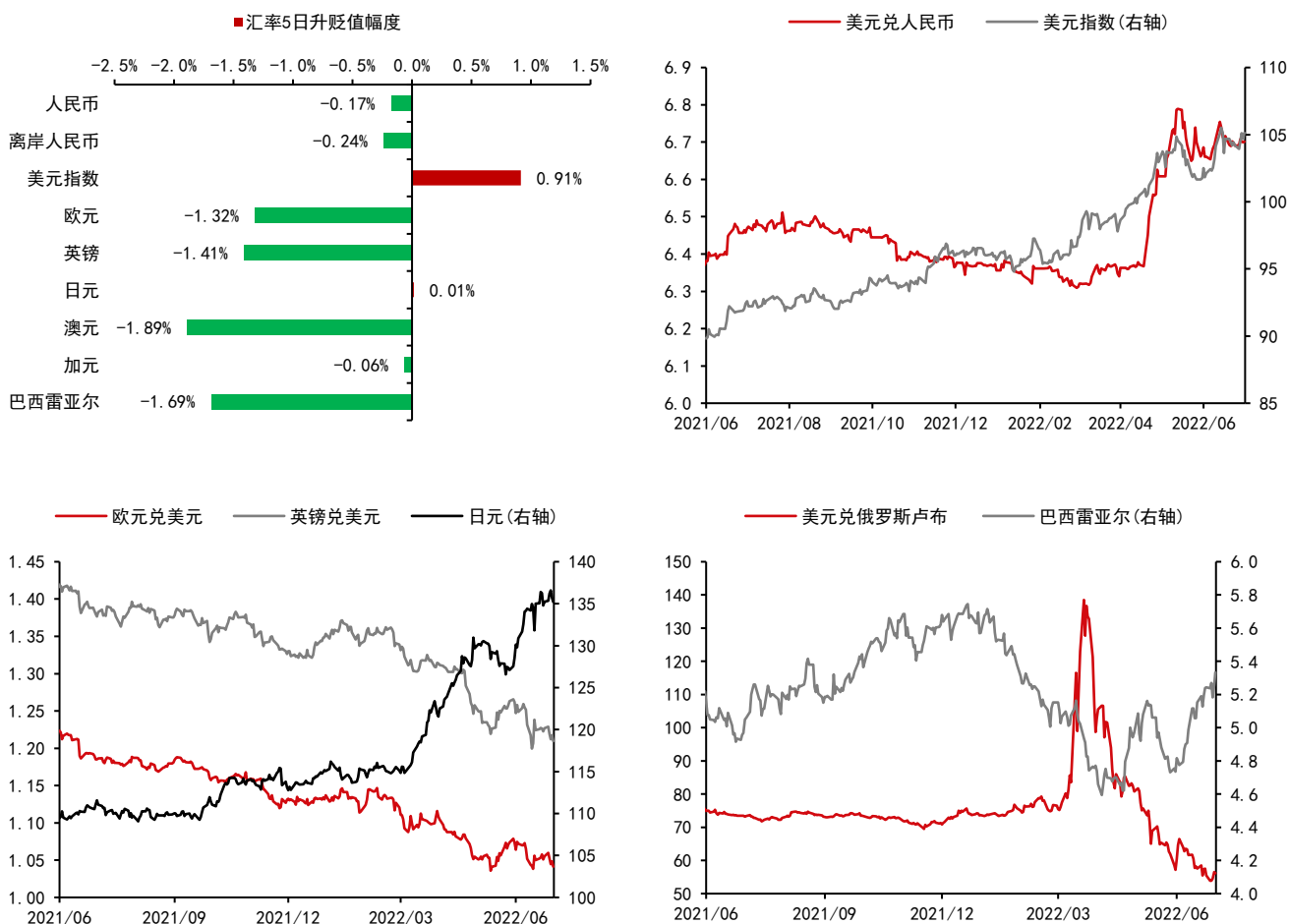
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表12：欧洲信用利差



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表13：全球外汇市场



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>